



# 强于大市

# 汽车行业 2018 年报综述

## 景气度下行，业绩承压

公司名称	股票代码	股价 (人民币)	评级
000625.SZ	长安汽车	8.55	买入
002594.SZ	比亚迪	56.90	买入
600104.SH	上汽集团	27.38	买入
600741.SH	华域汽车	23.53	买入
601689.SH	拓普集团	18.13	买入
002434.SZ	万里扬	7.38	买入
603997.SH	继峰股份	9.65	买入
603037.SH	凯众股份	20.47	买入
603197.SH	保隆科技	23.10	买入
002920.SZ	德赛西威	25.20	买入

资料来源：万得，中银国际证券  
以 2019 年 4 月 30 日当地货币收市价为标准

### 相关研究报告

《汽车行业 2018 年三季报分析——销量下滑，业绩承压》2018.11.5

《汽车行业 2018 年中报分析——分化延续，Q3 承压》2018.9.3

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

### 汽车

#### 魏敏

(8621)20328306

min.wei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517080007

#### 朱朋

(8621)20328314

peng.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517060001

汽车行业上市公司公布了 2018 年年报，我们根据中信汽车二级行业分为乘用车、卡车、客车、零部件、销售及服务等五大板块进行分析，观点如下：

#### 要点

- **乘用车销量同比下滑明显，商用车销量同比小幅提升。**2018 年全年，全行业销售各类汽车 2,808 万辆，同比下降 2.8%；其中乘用车销售 2,371 万辆，同比下滑 4.1%，增幅较 2017 年同期下降 5.5 个百分点；商用车销售 437 万辆，同比增长 5.1%，增幅较 2017 年同期下降 8.8 个百分点。多部委表示将提振汽车消费，增值税率 2019 年 4 月 1 日起下调，加之 2018 年基数较低，预计 2019 年乘用车市场将逐步回暖，预计 2019 年乘用车市场将逐步回暖，全年降幅收窄，商用车销量由于基数较高或有小幅下滑，我们预计 2019 年全行业共销售汽车 2,768 万辆，同比下滑 1.4%，其中乘用车 2,342 万辆，同比下滑 1.2%；商用车 426 万辆，同比下滑 2.5%。
- **四季度仅零部件板块收入同比微增，其他板块收入均下滑较快。**2018 年四季度上市公司汽车主要板块中，受车市整体下行影响，仅零部件板块收入同比微增长，其他板块均呈现双位数下滑。2019 年一季度汽车销量仍出现较大幅度下滑，随着去库存接近尾声，增值税率下调，多部委表示将提振汽车消费，加之 2018 年下半年基数较低，预计 2019 年二季度开始汽车销量同比有望持续改善，全年有望实现小幅增长。车市整体增长压力加大，促销降价较多，预计乘用车板块与销售及服务板块收入或将出现小幅下滑；零部件板块和乘用车板块相关性较大，预计 2019 年零部件板块收入增长压力也较大。基建加码与环保升级等多重因素有望推动重卡销量持续位于高位，部分省市皮卡解禁、城市物流电动化、国三车加速淘汰等有望推动轻卡和微卡取得较好增长，预计 2019 年卡车板块收入情况良好。2019 年新能源补贴政策正式公布，非公交客车补贴降幅较大，车企营业收入将承压；公交政策待定，或将优于非公交补贴标准，地补也有望延续，但预计整体补贴退坡幅度仍较大，预计 2019 年客车板块收入承压。
- **四季度汽车各子板块营业利润均大幅下滑。**2018 年四季度上市公司汽车主要板块营业利润同比增速均出现较大下滑。行业整体下行压力加大，竞争加剧，整车厂降本的压力下，预计 2019 年乘用车、零部件、销售及零部件板块营业利润都将承压。由于新能源客车补贴下滑较大，预计客车行业主要上市公司业绩整体承压。卡车板块成分股福田汽车转让宝沃汽车部分股权后亏损有望收窄甚至实现盈利，2018 年卡车板块营业利润基数较低，2019 年有望实现快速增长。
- **汽车板块上市公司业绩增速明显放缓，公司分化明显。**中信汽车板块 180 家上市公司中，全年营业总收入同比增幅均值为 5.8%，中值为 3.9%，第四季度增幅均值为 3.0%，中值为 -4.1%；归母净利润全年同比增幅均值为 -14.8%，中值为 -9.8%，第四季度均值为 -26.1%，中值为 -32.2%；扣非归母净利润全年同比增幅均值为 -37.6%，中值为 -17.1%；第四季度同比增幅均值为 -16.4%，中值为 -40.3%。乘用车中，北汽蓝谷（资产重组，新能源汽车销量高速增长，非经常损益增加）、上汽集团（小糸车灯并表华域，自主销量高增长）、广汽集团（广丰销量增长较快）业绩实现增长，没有强有力新品推出的公司在车市下行、促销加大、竞争加剧的背景下，大多表现不佳，长安汽车、一汽轿车、众泰汽车等净利润出现明显下滑；卡车中，受益于重卡行业高景气度，中国重汽收入与利润实现增长，东风汽车由于郑州日产剥离利润高速增长；客车中，由于新能源汽车补贴下滑对盈利影响较大，主要上市公司净利润下滑幅度均较大；零部件中，均胜电子（收购高田优质资产）、华域汽车（小糸车灯并表）、福耀玻璃（汇兑收益、股权转让收益与美国业务好转）、潍柴动力（重卡销量维持高位）、星宇股份（产品结构提升，拓展新客户，一汽大众产业链）、旭升股份（配套特斯拉销量快速增长）等公司业绩实现高速增长；销售及服务中，广汇汽车（门店数量增加，汽车维修等后市场业务增长较快）营收实现增长，但受车市下行影响，净利润下滑较快，庞大集团和国机汽车营收与净利润均呈现较快下滑。
- **投资建议：**在车市整体承压的背景下，乘用车重点推荐边际改善的长安汽车、上汽集团、长城汽车等，重卡行业有望保持较高景气度，推荐潍柴动力，关注威孚高科；零部件关注消费升级、国产替代、节能减排、客户突破等细分行业高增长机会，推荐华域汽车、万里扬、继峰股份、凯众股份、拓普集团等；新能源汽车销量持续高增长，推荐整车龙头比亚迪，关注特斯拉、高镍及软包产业链等投资机会；智能网联汽车有望成为新的国家战略扶持产业，辅助驾驶有望加速渗透，推荐德赛西威、保隆科技。
- **风险提示：**1) 汽车销量不及预期；2) 贸易摩擦升级；3) 产品大幅降价。



## 目录

2018 年四季度乘用车销量同比大幅下滑，商用车销量小幅提升 .....	4
四季度仅零部件板块收入同比微增，其他板块收入均下滑较快 .....	7
四季度汽车各子板块营业利润均大幅下滑 .....	9
现金流及资本结构 .....	11
主要上市公司分析 .....	12
投资建议.....	16
风险提示.....	19



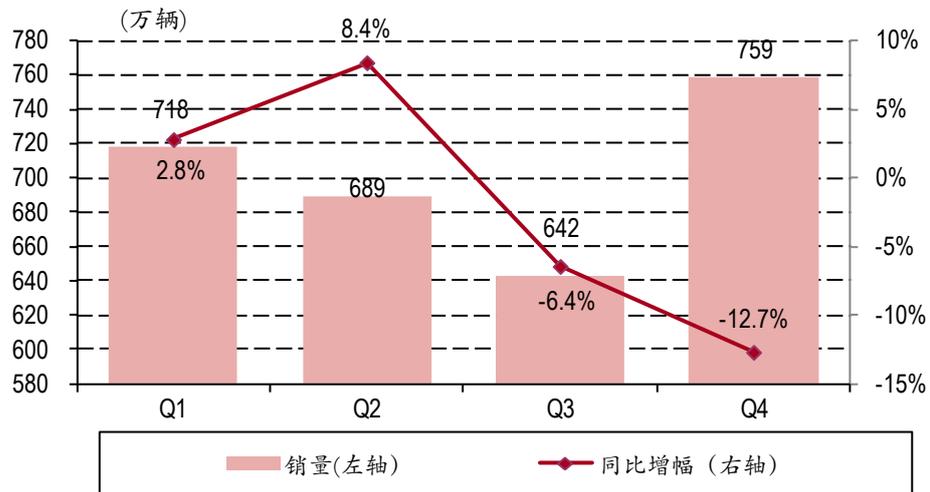
## 图表目录

图表 1. 2018 年四季度汽车行业销量同比增速明显下降.....	4
图表 2. 2018 年四季度乘用车销量同比下滑较快.....	5
图表 3. 2018 年四季度商用车销量同比小幅提升.....	5
图表 4. 2018 年新能源汽车销量同比持续大幅增长.....	5
图表 5. 2018 年乘用车销量下滑明显, 商用车小幅增长.....	6
图表 6. 2018 年四季度重点汽车工业企业营业收入累计增速放缓.....	7
图表 7. 2018 年汽车上市公司分板块收入同比增幅.....	7
图表 8. 汽车经销商库存系数.....	8
图表 9. 2018 年四季度重点汽车工业企业利润总额累计增速放缓.....	9
图表 10. 2018 年上市公司分板块季度营业利润同比增幅.....	9
图表 11. 2018 年分板块毛利率及费用率同比变化.....	10
图表 12. 2018 年销售商品提供劳务收到的现金/营业收入.....	11
图表 13. 2018 年分板块资本结构及同比变化.....	11
图表 14. 2018 年营业总收入同比增幅分布.....	12
图表 15. 2018 年第四季度营业总收入同比增幅分布.....	12
图表 16. 2018 年归母净利润同比增幅分布.....	12
图表 17. 2018 年第四季度归母净利润同比增幅分布.....	12
图表 18. 2018 年扣非归母净利润同比增幅分布.....	13
图表 19. 2018 年第四季度扣非净利润同比增幅分布.....	13
图表 20. 2018 年主要上市公司营收及归母净利润同比增幅.....	14
图表 21. 2018 年主要上市公司毛利率和净资产收益率.....	15
图表 22. 重点推荐公司及盈利预测.....	18
附录图表 23. 报告中提及上市公司估值表.....	20

## 2018 年四季度乘用车销量同比大幅下滑，商用车销量小幅提升

2018 年全年，全行业销售各类汽车 2,808 万辆，同比下降 2.8%，增幅较 2017 年同期下降 5.8 个百分点。前两个季度同比增速分别为 2.8%、8.4%，第三、四季度同比下滑 6.4%、12.3%。三季度以来车市下行，销量下滑明显。

图表 1. 2018 年四季度汽车行业销量同比增速明显下降



资料来源：中汽协，中银国际证券

乘用车 2018 年销售 2,371 万辆，同比下滑 4.1%，增幅较 2017 年同期下降 5.5 个百分点，其中上半年销量表现较好，但三季度以来受内外部负面因素影响，销量走弱，9 月开始连续四月销量出现双位数下滑。1 季度销售 610 万辆，同比增长 2.6%，增幅较 2017 年同期下降 2.0 个百分点；2 季度销售 568 万辆，同比增长 7.0%，增幅较 2017 年同期提升 7.9 个百分点；3 季度销售 548 万辆，同比下降 7.0%，增幅较 2017 年同期下降 11.0 个百分点；4 季度销售 645 万辆，同比下降 14.8%，增幅较 2017 年同期下降 13.5 个百分点。

商用车 2018 年销售 437 万辆，同比增长 5.1%，增幅较 2017 年同期下降 8.8 个百分点。其中 1 季度销售 108 万辆，同比增长 4.1%，远低于 2017 年同期 22.9% 的同比增速；2 季度销售 121 万辆，同比增长 15.5%，增幅较 2017 年同期提升 2.8 个百分点；3 季度销售 94 万辆，同比下降 2.8%，增幅较 2017 年同期下降 21.3 个百分点；4 季度销售 114 万辆，同比增长 1.6%，增幅较 2017 年同期下降 2.6 个百分点。

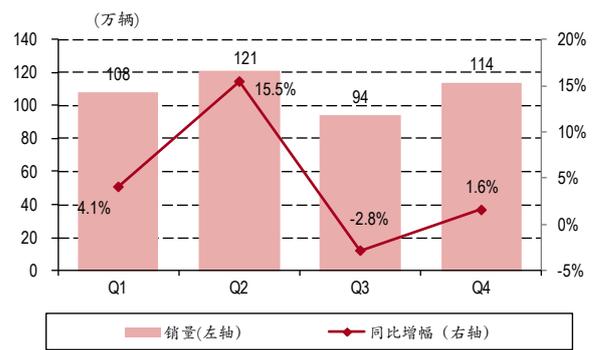
分车型来看，客车累计销量 49 万辆，同比下降 8.0%；卡车累计销量 389 万辆，同比增长 6.9%。新能源汽车补贴政策退坡较大，且分阶段补贴导致上半年新能源客车销量有所透支，下半年客车市场下滑幅度较大，2018 年客车行业销量全年有所下滑。基建加码、治超及环保升级等多重因素推动下，重卡市场 2018 年在较高基数下仍实现小幅增长，随着经济体量提升，以及部分省市皮卡解禁、城市物流电动化、国三车加速淘汰等多重因素，2018 年轻卡和微卡均取得双位数的良好增长，整体卡车市场表现良好，实现较快增长。

图表 2. 2018 年四季度乘用车销量同比下滑较快



资料来源：中汽协，中银国际证券

图表 3. 2018 年四季度商用车销量同比小幅提升



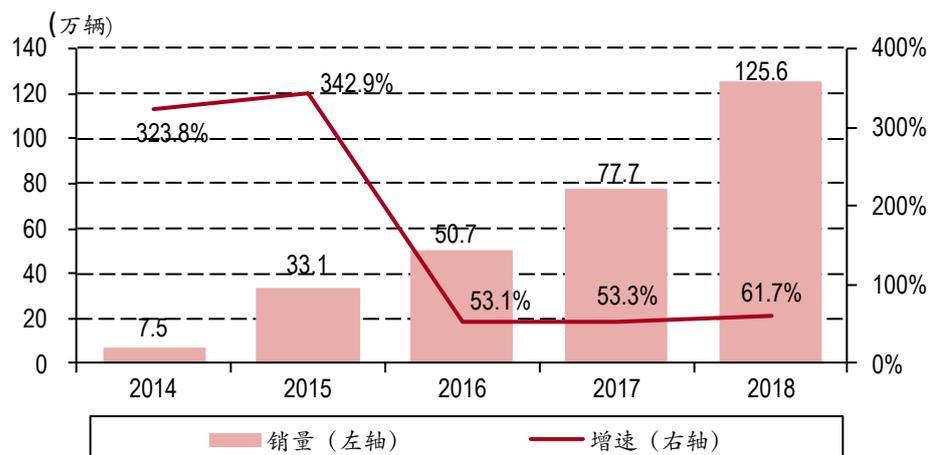
资料来源：中汽协，中银国际证券

中汽协数据显示，2018 年新能源汽车生产 127.0 万辆，销售 125.6 万辆，比上年同期分别增长 59.9% 和 61.7%。分动力类型看，纯电动汽车销售 98.4 万辆，同比增长 47.7%；插电式混合动力汽车销售 27.1 万辆，同比增长 111.7%。细分市场方面，新能源乘用车销售 105.3 万辆，同比增长 82.0%；新能源商用车销售 20.3 万辆，同比增长 2.6%。新能源在车市低迷局面中仍维持高速增长，我们预计 2019 全年销量有望达 170 万辆。

新能源乘用车销量持续高速增长，且车型结构显著提升。新能源分段补贴导致上半年 A00 车型抢装，过后期后 A00 乘用车占比快速下降，根据乘联会数据，12 月纯电动乘用车中 A00、A0、A 级分别销售 4.9、2.4、5.3 万辆，同比分别增长-7%、262%、139%。车企方面，比亚迪销量一枝独秀，此外北汽新能源、上汽乘用车等表现较为出色，新造车势力逐渐开始推出量产车型。新能源客车受分段补贴政策影响，上半年销量有所透支，全年小幅下滑。新能源专用车受补贴发放周期及沃特玛等事件影响，产业资金链紧张，全年销量大幅下滑，后续有望逐步恢复。

在能源安全、环境保护等因素推动下，汽车新能源化的长期趋势不会改变。在购置补贴、运营补贴、牌照支持、双积分考核等种种积极因素推动下，新能源汽车有望长期保持高速增长。

图表 4. 2018 年新能源汽车销量同比持续大幅增长



资料来源：中汽协，中银国际证券



受宏观经济放缓、中美贸易摩擦、消费者信心下降等因素影响，2018 年三季度以来车市出现较快下滑，全年汽车销量出现 28 年来首次负增长。十部委联合发文提振汽车消费，多家车企启动汽车下乡，增值税率 2019 年 4 月 1 日起下调，加之 2018 年基数较低，预计 2019 年乘用车市场降幅收窄，商用车销量由于基数较高或有小幅下滑，我们预计 2019 年全行业共销售汽车 2,768 万辆，同比下滑 1.4%，其中乘用车 2,342 万辆，同比下滑 1.2%；商用车 426 万辆，同比下滑 2.5%。2019 年新能源补贴政策退坡幅度较大，加之前几年客车部分透支，预计 2019 年客车行业仍将承压。基建加码与环保升级等多重因素推动重卡销量持续位于高位，预计 2019 年重卡销量有望达 100 万辆左右。

**图表 5. 2018 年乘用车销量下滑明显，商用车小幅增长**

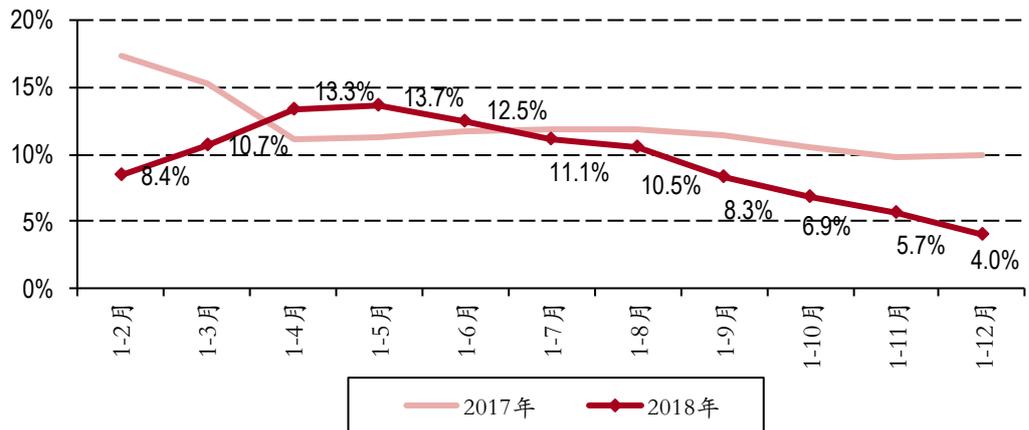
(万辆)	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
汽车总计	2,349	2,460	2,803	2,888	2,808	2,768
同比(%)	6.9	4.7	13.7	3.0	(2.8)	(1.4)
其中：乘用车	1,970	2,115	2,438	2,472	2,371	2,342
同比(%)	9.9	7.3	14.9	1.4	(4.1)	(1.2)
商用车	379	345	365	416	437	426
同比(%)	(6.5)	(9.0)	5.8	13.9	5.1	(2.5)

资料来源：中汽协，中银国际证券

## 四季度仅零部件板块收入同比微增，其他板块收入均下滑较快

根据中汽协数据，全国重点汽车工业企业营业收入 2018 年共实现 41,716.4 亿元，同比增长 4.0%，增幅较 2017 年同期降低 5.9 个百分点，由于三、四季度以来车市销量下滑明显，全国重点汽车工业企业营业收入增速明显放缓。

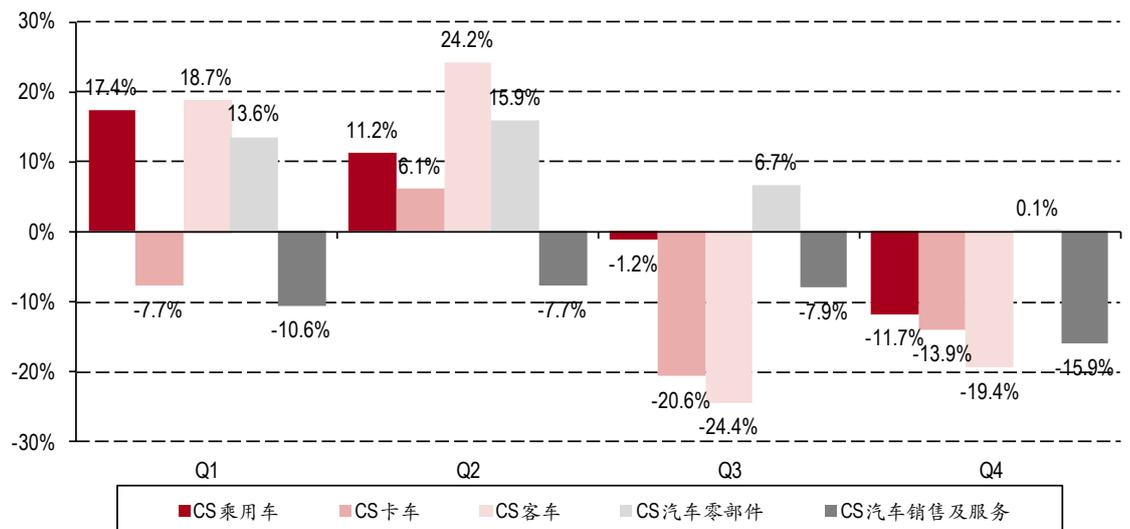
图表 6. 2018 年四季度重点汽车工业企业营业收入累计增速放缓



资料来源：中汽协，中银国际证券

2018 年四季度上市公司汽车主要板块中，受车市整体下行影响，仅零部件板块收入同比实现微增长，其他板块均呈现双位数下滑。乘用车、客车板块上半年增幅较高，3 季度乘用车板块营收同比增速由正转负，4 季度增速快速下滑；客车板块由于新能源汽车分阶段补贴政策导致上半年新能源客车销量有所透支，导致下半年销量下降，收入大幅下滑。卡车行业 4 季度销量实现小幅增长，板块 4 季度收入下滑，预计与产品结构和部分车型降价有关，但较 3 季度收入降幅收窄。受车市整体不振影响，汽车销售及服务板块 4 季度收入同比出现较大幅度下滑。

图表 7. 2018 年汽车上市公司分板块收入同比增幅

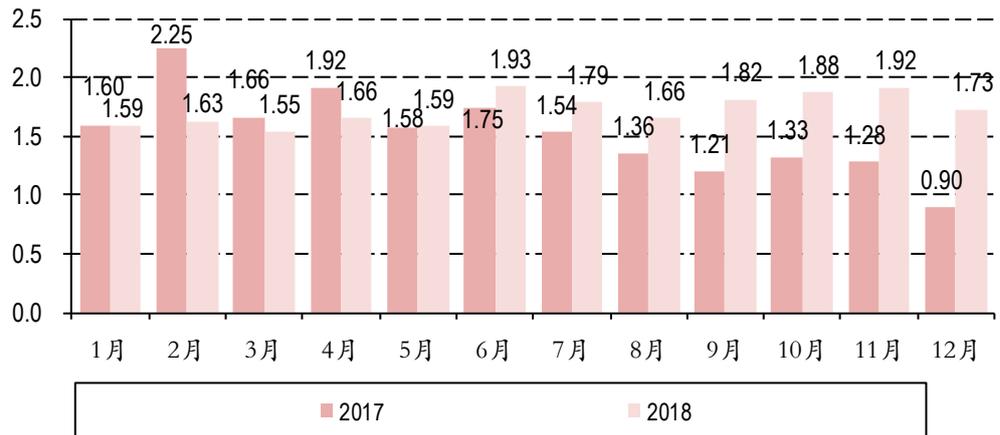


资料来源：万得，中银国际证券



2018年以来经销商库存系数持续位于警戒线以上，下半年较2017年同期显著提升。由于受到车市整体下行与厂商去库存影响，2019年一季度汽车销量仍出现较大幅度下滑。随着去库存接近尾声，2019年4月1日起增值税率下调，十部委联合发文提振汽车消费，加之2018年下半年基数较低，预计2019年二季度开始汽车销量同比有望持续改善，全年有望实现小幅增长。车市整体增长压力加大，促销降价较多，预计乘用车板块与销售及服务板块收入或将出现小幅下滑；零部件板块和乘用车板块相关性较大，预计2019年零部件板块收入增长压力也较大。

图表 8. 汽车经销商库存系数



资料来源：万得，中银国际证券

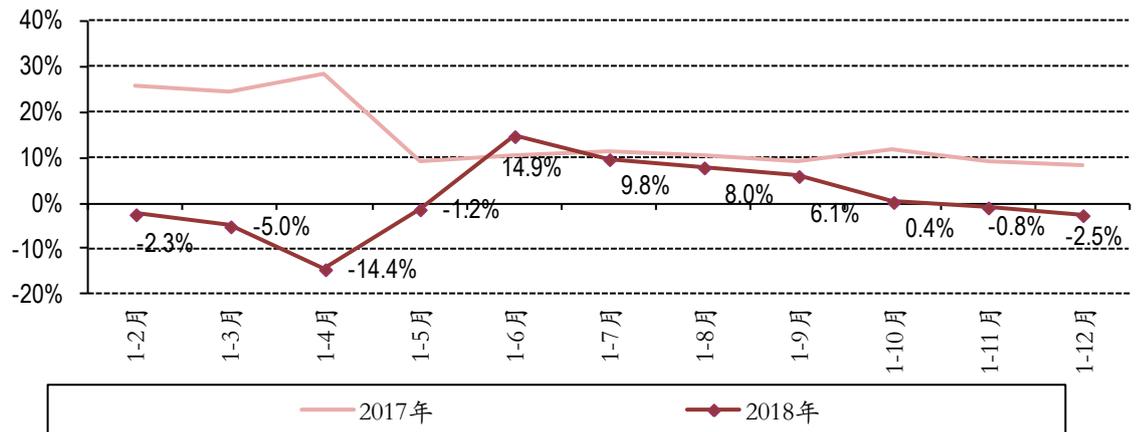
基建加码与环保升级等多重因素有望推动重卡销量持续位于高位，部分省市皮卡解禁、城市物流电动化、国三车加速淘汰等有望推动轻卡和微卡取得较好增长，预计2019年卡车板块收入情况良好。

2019年新能源补贴政策正式公布，非公交客车补贴降幅较大，车企营业收入将承压；公交政策待定，或将优于非公交补贴标准，地补也有望延续，但预计整体补贴退坡幅度仍较大，预计2019年客车板块收入承压。

## 四季度汽车各子板块营业利润均大幅下滑

根据中汽协数据,全国重点汽车工业企业利润总额 2018 年共实现 3,840.6 亿,同比累计下滑 2.5%,增幅低于 2017 年同期 10.8 个百分点,由于三、四季度车市销量下滑明显,全国重点汽车工业企业利润总额增速明显放缓。

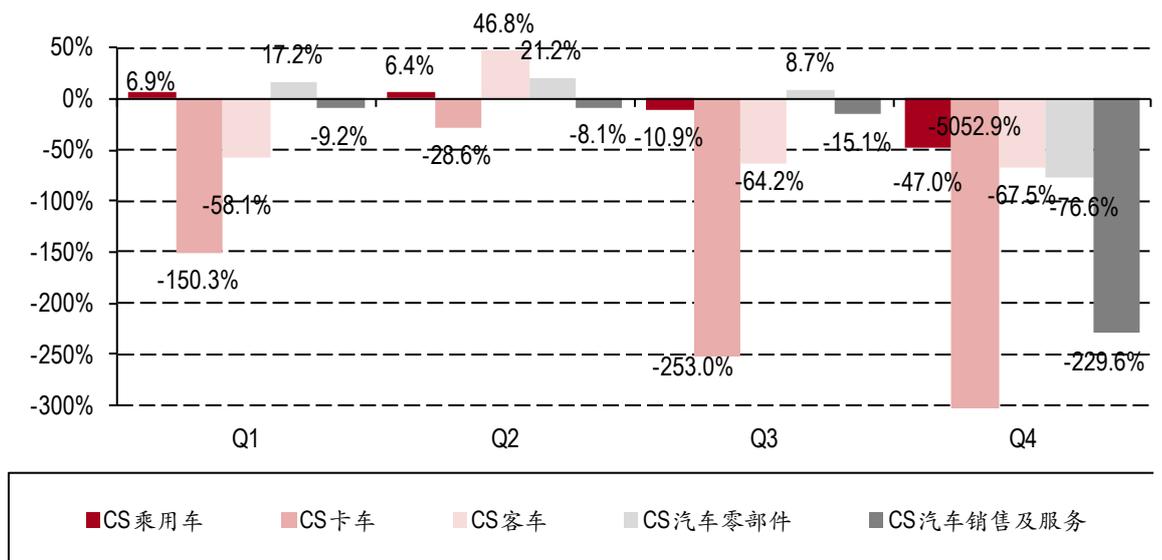
图表 9. 2018 年四季度重点汽车工业企业利润总额累计增速放缓



资料来源: 万得, 中银国际证券

2018 年四季度上市公司汽车主要板块营业利润同比增速均出现较大下滑。四季度乘用车与客车销量均出现较大下滑,乘用车、零部件、销售及服务等,客车板块营业利润均出现较大下滑,销售及服务板块成分股庞大集团出现较大亏损导致营业利润大幅下滑;卡车销量四季度实现较快增长,但板块成分股福田汽车出现较大亏损导致营业利润大幅下滑。

图表 10. 2018 年上市公司分板块季度营业利润同比增幅



资料来源: 万得, 中银国际证券



行业整体下行压力加大，竞争加剧，整车厂降本的压力下，预计2019年乘用车、零部件、销售及售后服务板块营业利润都将承压。由于新能源客车补贴下滑较大，预计客车行业主要上市公司业绩整体承压。卡车板块成分股福田汽车转让宝沃汽车部分股权后亏损有望收窄甚至实现盈利，2018年卡车板块营业利润基数较低，2019年有望实现快速增长。

从毛利率及费用率等指标来看，乘用车与卡车板块4季度营业利润同比大幅下降主要受营业收入减少、毛利率下滑与管理及研发费用率提升影响；客车板块收入下滑，销售费用率、管理及研发费用率增长导致4季度营业利润同比大幅下降；零部件毛利率下滑，四项费用率有所增加是4季度营业利润大幅下滑的原因；销售及售后服务板块4季度毛利率虽提升较快，但收入下滑与整体费用率大幅增长导致其营业利润大幅下滑。

图表 11.2018 年分板块毛利率及费用率同比变化

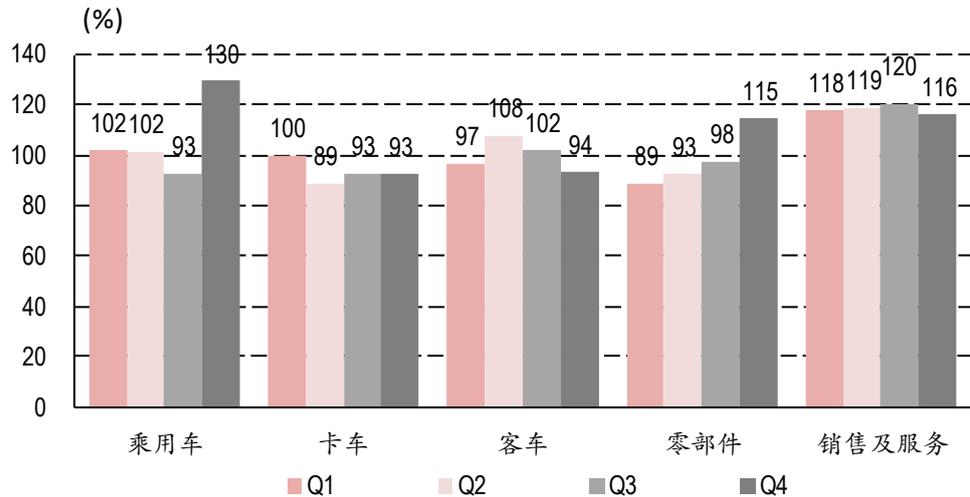
	毛利率 (同比增加百分点)				销售费用率 (同比增加百分点)				管理+研发费用率 (同比增加百分点)				财务费用率 (同比增加百分点)			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
乘用车	(0.6)	0.5	0.5	(1.3)	0.2	0.6	1.0	0.1	(0.2)	(0.4)	(0.9)	5.4	0.2	(0.1)	(0.2)	(0.5)
卡车	(2.6)	(1.0)	(1.2)	(2.4)	(0.9)	(0.9)	(0.2)	(0.1)	0.2	(0.7)	(0.4)	4.9	0.7	0.2	0.3	0.1
客车	(0.6)	(2.4)	(3.1)	0.3	(0.5)	0.6	0.3	0.6	(1.3)	(0.3)	1.9	2.1	0.8	(2.2)	(1.3)	0.1
零部件	0.8	0.2	0.1	(0.2)	0.2	0.2	(0.1)	0.7	0.0	(0.2)	0.4	3.8	0.4	(0.7)	(0.7)	0.1
销售及售后服务	4.3	5.7	3.6	5.3	1.2	1.9	1.5	3.1	1.6	1.1	0.7	3.2	1.1	1.4	0.9	1.3

资料来源：万得，中银国际证券

## 现金流及资本结构

2018年乘用车和汽车销售及服务板块现金流较为健康，收款情况较好；乘用车上半年现金情况较好，3季度转差，4季度大幅回升；卡车板块2季度以来现金流较差；客车板块2、3季度现金流较好，4季度转差；零部件板块前3季度现金流情况较差，4季度大幅回升；销售及服务板块四个季度现金流情况均较好。

图表 12. 2018 年销售商品提供劳务收到的现金/营业收入



资料来源：万得，中银国际证券

截止到2018年末，资产负债率方面，客车板块基本持平，汽车销售与服务板块降幅较大，乘用车、卡车、零部件板块小幅提升。流动资产/总资产方面，汽车销售与服务板块下降较快，客车、零部件板块小幅下降，乘用车板块小幅提升，卡车板块提升较快。

图表 13. 2018 年分板块资本结构及同比变化

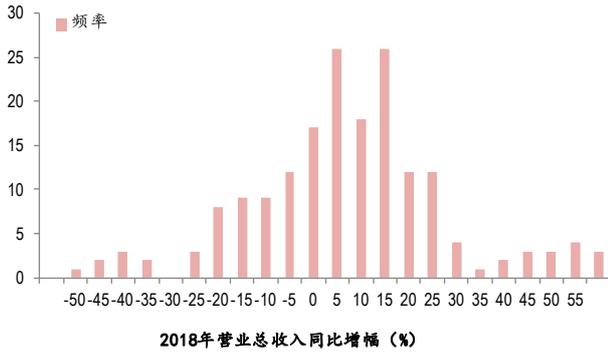
板块	资产负债率			流动资产/总资产		
	18年 (%)	17年 (%)	同比增加百分点	18年 (%)	17年 (%)	同比增加百分点
乘用车	60.8	60.5	0.3	56.1	55.7	0.4
卡车	68.6	66.8	1.8	67.6	62.7	4.9
客车	70.8	70.8	(0.0)	78.5	79.0	(0.5)
零部件	52.5	51.7	0.7	55.8	57.0	(1.2)
销售及服务	67.4	70.0	(2.7)	59.6	64.2	(4.5)

资料来源：万得，中银国际证券

## 主要上市公司分析

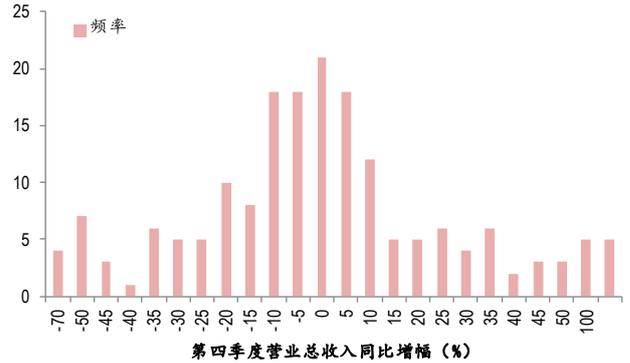
三、四季度以来汽车销量出现快速下滑，汽车产业链整体业绩承压，增速明显放缓。中信汽车板块 180 家上市公司中（剔除中公教育，原亚夏汽车，下同），全年营业总收入同比增幅均值为 5.8%，中值为 3.9%，增幅大多集中在 -20%~25% 之间；第四季度营业总收入同比增幅均值为 3.0%，中值为 -4.1%，增幅大多集中在 -35% 到 35% 之间。

图表 14. 2018 年营业总收入同比增幅分布



资料来源：万得，中银国际证券

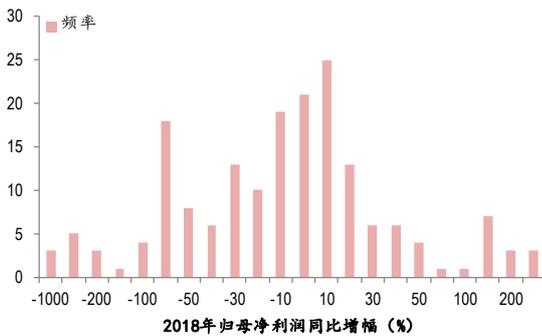
图表 15. 2018 年第四季度营业总收入同比增幅分布



资料来源：万得，中银国际证券

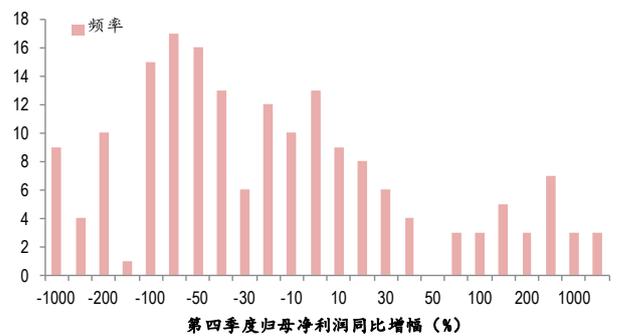
中信汽车板块 180 家上市公司中，全年归母净利润同比增幅均值为 -14.8%（剔除增幅 < -200% 或 > 200% 的极值），中值为 -9.8%，增幅大多集中在 -100%~40% 之间；第四季度同比增幅均值为 -26.1%（剔除增幅 < -200% 或 > 200% 的极值），中值为 -32.2%，增幅大多集中在 -150%~40% 之间。

图表 16. 2018 年归母净利润同比增幅分布



资料来源：万得，中银国际证券

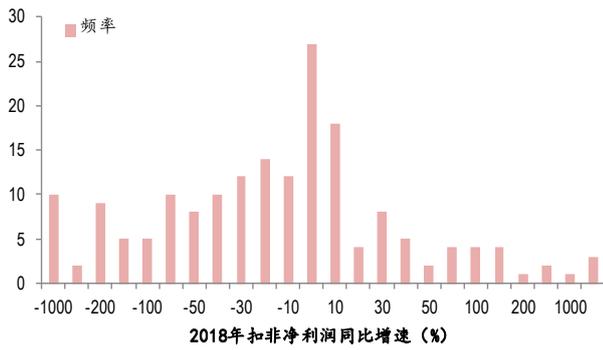
图表 17. 2018 年第四季度归母净利润同比增幅分布



资料来源：万得，中银国际证券

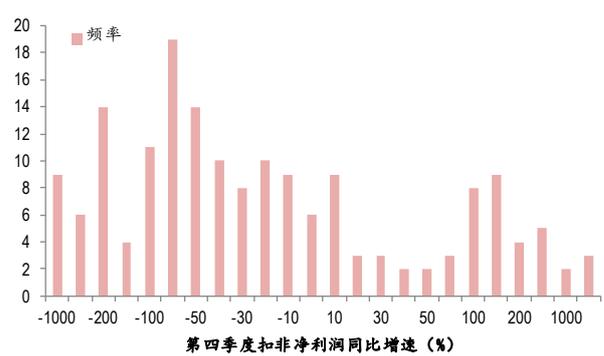
全年扣非归母净利润同比增幅均值为 -37.6%（剔除增幅 < -200% 或 > 200% 的极值），中值为 -17.1%，增幅大多集中在 -100%~40% 之间；第四季度扣非归母净利润同比增幅均值 -16.4%（剔除增幅 < -200% 或 > 200% 的极值），中值为 -40.3%，增幅大多集中在 -150%~10% 之间。

图表 18. 2018 年扣非归母净利润同比增幅分布



资料来源：万得，中银国际证券

图表 19. 2018 年第四季度扣非净利润同比增幅分布



资料来源：万得，中银国际证券

各大板块中，零部件板块上市公司收入和净利润增长相对表现较好，乘用车、卡车、客车、汽车销售及服务板块上市公司大多表现不佳。

乘用车板块中，北汽蓝谷（借壳上市，新能源汽车销量高速增长，非经常损益增加）表现优异，全年营业收入和净利润增长较快，比亚迪（新能源乘用车销量高速增长，多款传统能源新车型销量火爆）收入快速增长，但由于新能源汽车补贴下滑对盈利影响较大净利润下滑幅度较大，上汽集团（小系车灯并表华域，自主销量高增长）、一汽夏利（一汽丰田股权转让）、力帆股份（出售重庆力帆汽车有限公司 100% 股权）、广汽集团（广丰销量增长较快）业绩实现增长，没有强有力新品推出的公司在车市下行、促销加大、竞争加剧的背景下，大多表现不佳，长安汽车、一汽轿车、众泰汽车等净利润出现明显下滑。

卡车板块中，受益于重卡行业高景气度，中国重汽收入实现较快增长，东风汽车由于郑州日产剥离利润高速增长。江铃汽车（产品结构调整）、福田汽车（宝沃亏损、商用车销量下滑）营收和净利润均出现较大幅度下滑。

客车板块中，亚星客车、金龙汽车、金杯汽车全年收入实现增长，但由于新能源汽车补贴下滑对盈利影响较大，主要上市公司净利润下滑幅度均较大。

零部件板块中，均胜电子（收购高田优质资产）、华域汽车（小系车灯并表）、福耀玻璃（汇兑收益、股权转让收益与美国业务好转）、潍柴动力（重卡销量维持高位）、星宇股份（产品结构提升，拓展新客户，一汽大众产业链）、旭升股份（配套特斯拉销量快速增长）等公司业绩实现高速增长。天成自控（原材料涨价，管理费用、财务费用增加）、万里扬（汽车变速器业务和汽车内饰业务收入有所下降，原材料成本上升）、方正电机（新能源补贴变动电机盈利承压、海能业务下滑）、德赛西威（配套车型销量下滑、研发投入加大）业绩下滑幅度较大。

汽车销售及服务板块中，广汇汽车（门店数量增加，汽车维修等后市场业务增长较快）营收实现增长，但受车市下行影响，净利润下滑较快，庞大集团和国机汽车营收与净利润均呈现较快下滑。



图表 20. 2018 年主要上市公司营收及归母净利润同比增幅

	公司名称	营业总收入 同比增幅(%)	归母净利润 同比增幅(%)	公司名称	营业总收入 同比增幅(%)	归母净利润 同比增幅(%)		
乘用车	上汽集团	3.6	4.6	华域汽车	11.9	22.5		
	长城汽车	(1.9)	3.6	福耀玻璃	8.1	30.9		
	北汽蓝谷	43.0	161.2	一汽富维	6.9	5.8		
	长安汽车	(17.1)	(90.5)	旭升股份	48.3	32.2		
	广汽集团	1.1	1.1	宁波华翔	0.8	(8.3)		
	一汽轿车	(5.9)	(44.9)	均胜电子	111.2	232.9		
	一汽夏利	(22.5)	102.3	中鼎股份	5.1	(1.0)		
	众泰汽车	(29.0)	(36.3)	天成自控	22.3	(47.9)		
	江淮汽车	1.9	(282.0)	万里扬	(13.1)	(45.3)		
	小康股份	(7.7)	(85.3)	万丰奥威	8.1	6.5		
	力帆股份	(12.6)	48.3	宁波高发	6.7	(7.7)		
	比亚迪	22.8	(31.6)	方正电机	3.5	(435.9)		
	卡车	江铃汽车	(9.9)	(86.7)	零部件	德赛西威	(10.0)	(32.5)
		中国重汽	8.2	0.8		保隆科技	10.8	(10.9)
东风汽车		(21.2)	176.0	广东鸿图		21.1	15.5	
福田汽车		(20.6)	(3,293.7)	新泉股份		10.0	12.7	
*ST 安凯		(42.2)	(288.2)	星宇股份		19.2	29.9	
客车	中通客车	(22.6)	(80.9)	新坐标	11.1	(2.5)		
	宇通客车	(4.4)	(26.5)	继峰股份	13.1	3.3		
	亚星客车	3.0	(69.5)	凯众股份	22.0	11.5		
	金杯汽车	6.5	(19.8)	银轮股份	16.1	12.3		
	金龙汽车	3.1	(66.8)	潍柴动力	5.1	27.2		
销售服务	广汇汽车	3.4	(16.3)	威孚高科	(3.3)	(6.8)		
	庞大集团	(40.4)	(3,003.2)	德尔股份	50.4	2.1		
	国机汽车	(11.9)	(11.3)	精锻科技	12.1	3.3		
	东方时尚	(10.4)	(5.0)	拓普集团	17.6	2.1		
				双环传动	19.4	(19.5)		

资料来源：万得，中银国际证券

从毛利率及净资产收益率来看，乘用车板块中，一汽轿车与小康股份毛利率较高，受益各自企业投资收益的广汽集团与上汽集团净资产收益率较高，一汽夏利由于转让 15% 一汽丰田股权形成资产转让收益使得净资产收益率高。

卡车板块中，江铃汽车与福田汽车的毛利率较为出色，中国重汽由于重卡持续热销净资产收益率表现优异。

客车板块中，宇通客车毛利率与净资产收益率均处于领先地位，金杯汽车净资产收益率较高主要是由于营业外收入增加、收取原子公司金杯车辆的资金占用利息。

零部件板块中，产品技术含量高、竞争格局稳定的企业毛利率相对较高，如福耀玻璃、旭升股份、新坐标、凯众股份、精锻科技等，华域汽车、旭升股份、潍柴动力、福耀玻璃、新泉股份的净资产收益率表现出色。

汽车销售及服务板块中，东方时尚毛利率与净资产收益率均较高，主要是其业务为驾驶员培训，经销商中广汇汽车毛利率与净资产收益率均较高。



图表 21. 2018 年主要上市公司毛利率和净资产收益率

	公司名称	毛利率(%)	净资产收益率(%) (加权)	公司名称	毛利率(%)	净资产收益率(%) (加权)
乘用车	上汽集团	13.3	15.7	华域汽车	13.8	18.5
	长城汽车	16.7	10.3	福耀玻璃	42.6	20.8
	北汽蓝谷	11.8	1.0	一汽富维	7.3	10.5
	长安汽车	14.7	1.5	旭升股份	39.6	23.1
	广汽集团	18.6	15.0	宁波华翔	19.8	9.2
	一汽轿车	20.2	1.9	均胜电子	17.0	10.5
	一汽夏利	(31.2)	49.2	中鼎股份	27.4	14.0
	众泰汽车	13.5	4.6	天成自控	26.7	3.7
	江淮汽车	8.7	(5.9)	万里扬	24.1	5.8
	小康股份	23.9	2.2	万丰奥威	20.8	13.9
	力帆股份	9.1	3.5	宁波高发	33.7	11.5
	比亚迪	16.4	5.0	方正电机	18.6	(20.0)
卡车	江铃汽车	13.6	0.8	德赛西威	24.0	10.9
	中国重汽	8.9	15.0	保隆科技	32.9	12.0
	东风汽车	11.4	8.0	广东鸿图	25.3	7.6
	福田汽车	13.3	(20.8)	新泉股份	22.5	19.0
客车	*ST 安凯	4.7	(120.9)	星宇股份	22.6	14.6
	中通客车	16.3	1.3	新坐标	64.0	16.4
	宇通客车	25.3	14.3	继峰股份	33.2	16.9
	亚星客车	18.9	7.2	凯众股份	42.5	15.8
	金杯汽车	11.8	25.6	银轮股份	25.5	10.0
	金龙汽车	14.0	3.7	潍柴动力	22.3	22.7
销售服务	广汇汽车	10.3	9.1	威孚高科	23.3	15.5
	庞大集团	0.6	(63.2)	德尔股份	25.9	7.5
	国机汽车	6.2	7.7	精锻科技	38.2	14.6
	东方时尚	49.0	11.6	拓普集团	26.9	11.0
				双环传动	20.3	5.6

资料来源：万得，中银国际证券



## 投资建议

在车市整体承压的背景下，乘用车重点推荐边际改善的长安汽车、上汽集团、长城汽车等，重卡行业有望保持较高景气度，推荐潍柴动力，关注威孚高科；零部件关注消费升级、国产替代、节能减排、客户突破等细分行业高增长机会，推荐华域汽车、万里扬、继峰股份、凯众股份、拓普集团等；新能源汽车销量持续高增长，推荐整车龙头比亚迪，关注特斯拉、高镍及软包产业链等投资机会；智能网联汽车有望成为新的国家战略扶持产业，辅助驾驶有望加速渗透，推荐德赛西威、保隆科技。

### 长安汽车：业绩触底，长安福特改善在即

长安福特是公司业绩贡献主力，2018年末福睿斯改款、福克斯换代，2019年锐界改款，四季度全新ESCAPE与林肯国产化首款车型Corsair上市。福特推出中国产品330计划，计划未来三年内在中国市场推出超过30款新车型，其中超过10款为新能源车型，且更加注重中国市场需求，福特中国升级为独立单元，设立NSND整合营销体系，福特改革正在路上，公司有望显著受益，促进利润重回高速增长。预计公司2019-2021年每股收益分别为0.36元、1.04元和1.66元，公司开启第三次创业，长安福特销量和盈利有望回暖，林肯将实现国产化，维持**买入**评级。

### 比亚迪：补贴退坡影响业绩，销量高增长后续有望回暖

公司具有全球领先的新能源汽车技术及完善的三电等核心零部件供应链，并连续四年蝉联全球销量冠军。公司动力电池装机量长期位居国内前二，质量、成本等国内领先。公司近年来零部件由自供逐步走向开放，一方面提升效率并降低采购成本，另一方面动力电池及IGBT等优势零部件有望释放巨大外供潜力。公司积极开拓外部客户，将与长安合资建立电池工厂，其它国内外客户合作也加速推进，电池外供前景看好。公司是国内唯一拥有IGBT完整产业链的车企，新能源汽车销量高速增长带来IGBT需求爆发，外供潜力巨大。预计公司2019-2021年每股收益分别为1.69元、2.15元和2.41元，新能源汽车销量爆发叠加公司经营拐点，发展前景光明，维持**买入**评级。

### 上汽集团：新四化全面发展，看好豪华车及海外市场前景

公司是国内汽车行业龙头企业，旗下合资公司上汽大众和上汽通用近两年均将全面迎来新产品上市周期，2019年自主乘用车有全新MPV、MG HS插电等新车，上汽大众有T-Cross、途昂Coupe、Kamig Sport等新车，上汽通用别克和雪佛兰各有两款SUV，凯迪拉克有3款新车。上汽奥迪持续推进，有望完善上汽大众豪华车领域布局，并成为公司未来业绩增长点。新能源汽车领域，2019年公司目标翻倍增长，产品全面涵盖纯电动、插混及氢燃料电池等技术路线，并掌握三电、IGBT等核心供应链，公司新四化全面布局，有望逐步从传统的制造型企业，向提供移动出行服务与产品的综合供应商方向发展，长期前景看好。预计公司2019-2021年每股收益分别为3.13元、3.44元和3.63元，当前股价对应2019年仅8.5倍市盈率，维持**买入**评级。

### 华域汽车：汽车零部件龙头，智能电动打开成长空间

公司是国内汽车零部件行业龙头企业，主要客户为上汽集团，自主品牌新品推动销量增长70%，后续推出RX8、光之翼等车型，有望持续热销。上汽大众新增斯柯达Karoq、大众Tharu等多款SUV车型，上汽通用新增凯迪拉克SUV等多款车型。公司是国内首家自主研发量产的毫米波雷达供应商，已率先实现驱动电机扁铜线技术量产，已为上汽乘用车多款车配套，并获得上汽通用、MEB平台定点。公司掌握智能电动核心技术，处于自主汽车零部件行业领先地位，并已开启产业化进程，未来空间广阔。公司推进“零级化、中性化、国际化”的战略导向，积极拓展除上汽外其他客户与海外市场，未来发展空间巨大。预计公司2019-2021年每股收益分别为2.39元、2.58元和2.86元，公司低估值：高股息，智能互联、新能源等领域发展空间广阔，维持**买入**评级。



### 拓普集团：短期业绩承压，三化全面布局前景看好

轻量化领域，公司已掌握高强度钢和轻合金核心工艺，技术国内领先，底盘领域产品线齐全，符合轻量化发展趋势，单车价值量超过 4000 元。新能源领域，公司铝合金电池包等产品竞争力突出，有望开拓较多新能源车企客户，订单逐步量产将推动业绩高速增长。公司在汽车电子等领域前瞻布局，大举投入研发，较早量产的 EVP 产品 2018 年收入增长 13.8%，此外 EPS、IBS 等产品研发持续推进，智能汽车底盘领域转向及制动产品布局齐全，有望成为未来发展的核心业务，长期前景看好。预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 1.14 元、1.31 元和 1.66 元，公司在轻量化、电动化、智能化等领域前瞻布局前景看好，维持**买入**评级。

### 万里扬：自动变速箱乘商并进，推动业绩触底回升

在消费升级的趋势下，国内自动变速箱渗透率持续提升。公司乘用车变速箱全面布局，新产品 CVT25 输出扭矩达 250N.M，适配车型范围广，2019 年二季度将配套吉利帝豪 GS、GL 等多款畅销车型，装机量有望大幅提升。此外公司已通过比亚迪、长城等主流自主品牌供应商体系考核，最快有望年底装配量产，新客户不断拓展，发展前景可期。公司成功自主研发了中国首款轻卡自动变速器（AMT）并顺利量产，有望大幅提升公司商用车变速器的盈利能力。内饰业务方面，公司加大市场开拓力度，开发了吉利、长城、比亚迪、佛吉亚等新客户，推进了北汽、奇瑞、吉利等 18 个重点产品项目，新项目量产有望助力内饰业务扭亏为盈，并推动公司业绩增长。预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.41 元、0.53 元和 0.62 元，自动变速箱市场前景广阔，新能源产品布局完善，维持**买入**评级。

### 继峰股份：受益大众新品周期，收购格拉默前景可期

公司是国内汽车头枕行业龙头企业，公司国内头枕扶手业务拓展顺利，获得一汽大众、上汽通用、东风日产、吉利、比亚迪等欧日美中系众多新车订单，国内份额持续提升。德国继峰欧洲业务快速扩张，获得大众、宝马、奔驰、捷豹路虎等众多订单，后续订单逐步量产，收入高速增长，德国继峰有望逐步扭亏为盈，并成为新的业绩增长点。公司拟通过增发及现金间接收购格拉默 84.23% 股权，未来有望在成本端、产品端、销售端等多方面实现良好的协同效应，推进商用车座椅及中控等产品国内拓展，扩展公司全球化布局，发展前景广阔。预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.54 元、0.63 元和 0.75 元，考虑到公司主业国内外扩张业绩稳步增长，拟收购格拉默拓展全球业务前景光明，维持**买入**评级，持续推荐。

### 凯众股份：业绩稳健增长，海外及新能源推动持续增长

公司的减震元件业务规模在同行业居领先地位，主要包括缓冲块、弹簧垫、减震支撑以及防尘罩等，其中缓冲块竞争优势明显，国内市场占有率排名前列，技术水平和产品质量达到行业领先水平，大客户资源丰富包括上汽集团、长安汽车、上汽通用、东风集团等。在新能源汽车领域，公司在减震元件、轻量化踏板总成等领域进展顺利，看好新能源业务长期发展。短期业绩承压，但国内汽车销量逐步回暖，海外订单逐步交付，有望推动业绩快速增长。2019 年缓冲块海外有望成为新增长点，轻量化踏板拟扩产前景光明。公司聚氨酯减震元件在新能源汽车上应用范围有望扩大，公司有望持续受益于新能源汽车销量高增长。预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 1.46 元、1.91 元和 2.40 元，公司业绩有望持续高速增长，内生外延前景良好，维持**买入**评级。

### 保隆科技：受益 TPMS 法规实施，ADAS 逐步落地前景看好

公司是国内领先 TPMS 供应商，市场占有率 20% 以上。霍富是汽车识别认证系统等产品的全球知名供应商，其 TPMS 业务在欧美地区发展较好。公司联手霍富开拓全球市场，双方有望形成良好互补，发展前景可期。公司较早起步研究 ADAS 产品，环视系统已获得吉利及奔腾订单并即将量产。公司 77G 毫米波雷达研发顺利，后续有望逐步定点并实现量产，发展前景光明。预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 1.49 元、1.88 元和 2.43 元，考虑到公司 TPMS、ADAS、传感器等领域前景良好，维持**买入**评级。



## 德赛西威：汽车电子龙头，智能驾驶逐步落地

公司是国内汽车电子行业龙头企业，公司获得包括一汽-大众和上汽大众新平台化项目，吉利汽车智能驾驶辅助、TFT 液晶仪表、车载信息娱乐系统、空调控制器等产品以及广汽乘用车、奇瑞汽车、上汽集团、上汽通用、上汽通用五菱、长城汽车等多个新老客户新项目订单，并成功开拓了长安汽车、广汽丰田等新客户，国际业务方面获得德国大众全球车型新项目订单，并有望进入丰田体系。智能驾驶多个项目进入量产期，智能网联汽车有望成为新的国家战略扶持产业，政策助力国内 ADAS 系统有望进入加速渗透期，公司前瞻布局有望显著受益。车市景气度下行，略微下调盈利预测，预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.83 元、1.00 元和 1.26 元，考虑到公司不断拓展新客户，自动驾驶领域前景广阔，维持**买入**评级。

图表 22. 重点推荐公司及盈利预测

公司名称	证券代码	EPS			PE			投资评级
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
长安汽车	000625.SZ	0.36	1.04	1.66	23.8	8.2	5.2	买入
比亚迪	002594.SZ	1.69	2.15	2.41	33.7	26.5	23.6	买入
上汽集团	600104.SH	3.13	3.44	3.63	8.7	8.0	7.5	买入
华域汽车	600741.SH	2.39	2.58	2.86	9.8	9.1	8.2	买入
拓普集团	601689.SH	1.14	1.31	1.66	15.9	13.8	10.9	买入
万里扬	002434.SZ	0.41	0.53	0.62	18.0	13.9	11.9	买入
继峰股份	603997.SH	0.54	0.63	0.75	17.9	15.3	12.9	买入
凯众股份	603037.SH	1.46	1.91	2.40	14.0	10.7	8.5	买入
保隆科技	603197.SH	1.49	1.88	2.43	15.5	12.3	9.5	买入
德赛西威	002920.SZ	0.83	1.00	1.26	30.4	25.2	20.0	买入

资料来源：万得，中银国际证券，股价为 2019 年 4 月 30 日收盘价



## 风险提示

- 1) 汽车销量不及预期。经济增速放缓，居民消费放缓，汽车是主要的社会消费品，或受影响导致销量不及预期。
- 2) 贸易摩擦升级。汽车是贸易摩擦重要筹码，若后续贸易摩擦升级，双方加税将对汽车市场销量与价格体系产生一定冲击。
- 3) 产品大幅降价。车市销量下滑，竞争加剧，若大幅降价刺激销量，将对汽车行业利润产生较大的挤压。

附录图表 23. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净 资产 (元/股)
					2018A	2019E	2018A	2019E	
000625.SZ	长安汽车	买入	8.55	410.6	0.14	0.36	60.3	23.8	9.25
002594.SZ	比亚迪	买入	56.90	1,552.3	1.02	1.69	55.8	33.7	19.29
002434.SZ	万里扬	买入	7.38	98.9	0.26	0.41	28.1	18.0	4.53
601689.SH	拓普集团	买入	18.13	131.9	1.04	1.14	17.5	15.9	10.08
600104.SH	上汽集团	买入	27.38	3,198.9	3.08	3.13	8.9	8.7	21.01
000338.SZ	潍柴动力	买入	12.35	979.8	1.09	1.22	11.3	10.1	5.31
600741.SH	华域汽车	买入	23.53	741.8	2.55	2.39	9.2	9.8	15.10
603997.SH	继峰股份	买入	9.65	61.7	0.47	0.54	20.4	17.9	3.02
601799.SH	星宇股份	买入	74.74	206.4	2.21	2.89	33.8	25.9	15.44
002920.SZ	德赛西威	买入	25.20	138.6	0.76	0.83	33.3	30.4	7.30
603197.SH	保隆科技	买入	23.10	38.6	0.93	1.49	24.9	15.5	6.26
603037.SH	凯众股份	买入	20.47	21.7	1.20	1.46	17.1	14.0	8.27
601633.SH	长城汽车	买入	9.02	823.3	0.57	0.66	15.8	13.7	5.85
000581.SZ	威孚高科	未有评级	20.55	207.3	2.37	2.47	8.7	8.3	16.46

资料来源：万得数据及中银国际证券

注：股价截止日 2019 年 4 月 30 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371